LE POINT EN RECHERCHE

Décembre 2002 Série socio-économique Numéro 107

RAISONS DU SOUS-DÉVELOPPEMENT DES SOCIÉTÉS DE PLACEMENT IMMOBILIER (SPI) AU CANADA

L'étude porte sur les sociétés de placement immobilier (SPI) (parfois appelées Fiducies de placement immobilier) qui investissent dans des immeubles d'appartements (SPIA) ou autres que d'appartements (SPIAA) au Canada et aux États-Unis. Son principal objectif consiste à déterminer les éléments favorables et défavorables à la croissance des SPIA au Canada.

Un cadre a été élaboré en vue d'expliquer le sous-développement relatif des SPI au Canada comparativement à celles aux États-Unis. Ce cadre présente les facteurs de l'environnement canadien qui expliquent pourquoi l'industrie canadienne est actuellement moins développée que son homologue américaine. En outre, le rapport comprend un sommaire des facteurs de succès pour les SPIA et les SPIAA au Canada et aux États-Unis, en fonction des participants à l'étude dans ces deux environnements. L'examen vise globalement à proposer des changements qui permettraient au secteur canadien des SPI en général, et au secteur canadien des SPIA en particulier, de remporter autant de succès que les sociétés américaines.

Une société de placement immobilier est un organisme de mise en commun de capitaux gérés dont les parts sont négociées sur les marchés boursiers. Les investisseurs, ou « porteurs de part », possèdent un intérêt bénéficiaire indivis dans les propriétés appartenant à la SPI. Les investisseurs achètent des « parts » qui leur donnent droit à un pourcentage des flux de trésorerie provenant des propriétés appartenant à la SPI. Périodiquement, habituellement chaque mois, les investisseurs touchent des « distributions ». Ces dernières correspondent aux loyers perçus par la SPI et transférés aux investisseurs. Lorsqu'un investisseur vend ses parts et que la valeur marchande de celles-ci s'est accrue, il obtient également un gain en capital égal à la différence entre le prix de vente et le prix d'achat initial des parts. Les parts d'une SPI ne constituent pas des titres d'emprunt.

Ces véhicules de placement sont avantageux pour les investisseurs canadiens parce que tout revenu provenant des propriétés et distribué aux porteurs de parts est soustrait de la facture d'impôt de la SPI. Au lieu de prélever des impôts directs sur le revenu de location de la SPI, le gouvernement impose les porteurs de parts, qui paient des impôts sur la partie imposable des distributions reçues, selon leur taux marginal d'imposition.

Une caractéristique attrayante des parts de SPI, pour les investisseurs, est l'encaissement d'un revenu régulier. Pour les investisseurs désirant placer leurs capitaux disponibles dans des valeurs à revenu fixe, la capacité de mettre à l'abri de l'impôt une partie du revenu provenant de ces parts, combinée à toute déduction additionnelle permise en vertu du régime fiscal applicable, est un attrait important qui explique pourquoi les investisseurs s'intéressent aux SPI. Les autres instruments à taux fixe (dividendes, obligations, certains fonds communs de placement) ne permettent pas aux investisseurs d'éviter l'impôt, sauf si ces investissements sont détenus dans des régimes d'épargne enregistrés. Étant donné que leurs rendements ont traditionnellement été supérieurs à ceux des obligations, les parts de SPI sont devenues une option intéressante pour les investisseurs sur le marché des instruments à taux fixe.

62788

SCHL CMHC

AU COEUR DE L'HABITATION

Canada

Il importe de noter que les investisseurs ne peuvent pas tous se prévaloir de l'ensemble des avantages fiscaux liés aux SPI. Le fait de posséder directement une propriété permet à l'investisseur de profiter du transfert de la déduction pour amortissement (DPA), au Canada ou de la déduction équivalente aux États-Unis, sans avoir à constituer de SPI. En outre, les actifs détenus dans une caisse de retraite sont déjà à imposition reportée, de sorte que le traitement fiscal appliqué aux distributions des SPI n'apporterait aucun avantage supplémentaire. Néanmoins, les entités exonérées d'impôt ou à imposition reportée profitent d'un avantage fiscal en investissant dans des SPI plutôt que dans des sociétés immobilières, puisque ces dernières paient des impôts.

Imposition des SPI : Au Canada, un placement dans une SPI est établi aux termes d'un acte précis, par des personnes vivantes, à l'intention de bénéficiaires désignés. Par conséquent, elle est assujettie à l'impôt sur le revenu, selon le taux marginal d'imposition d'un particulier, sur la totalité de son revenu imposable. Conformément au calcul du revenu imposable tiré d'opérations immobilières et d'autres activités commerciales, une SPI peut réclamer la déduction pour amortissement[1] (DPA) chaque année. Même si la DPA réduit le revenu imposable, elle constitue une dépense hors caisse, tout comme l'amortissement comptable. Ainsi, les flux de trésorerie d'une SPI sont généralement supérieurs à son revenu imposable. Dans la mesure où l'immeuble est entretenu adéquatement, la déduction fiscale égale à la DPA n'est pas liée à une baisse de valeur de la propriété. En fait, généralement, la valeur économique d'une propriété immobilière augmente en même temps que son assiette fiscale diminue lentement par suite de l'amortissement fiscal.

Une différence importante est liée au calcul du revenu imposable d'une SPI par rapport à celui d'autres structures de propriété et d'exploitation de biens immobiliers; en effet, une SPI peut soustraire tous les revenus et gains en capital distribués aux porteurs de parts. Il en découle que les SPI ne paient habituellement pas d'impôts sur le revenu puisqu'elles transfèrent la totalité de leurs revenus imposables à leurs porteurs de parts.

Si le porteur de parts est une entité imposable, le revenu distribué est inclus dans son revenu imposable. Ainsi, il paiera des impôts selon son taux marginal d'imposition. Les organismes sans but lucratif, comme les universités, sont des entités non imposables, de sorte qu'elles ne verseraient pas d'impôts sur les distributions reçues. Par conséquent, les SPI ont un avantage fiscal éventuel sur d'autres sociétés possédant les mêmes actifs, mais elles n'ont aucun avantage particulier sur les organismes sans but lucratif, les caisses de retraite et les régimes d'épargne enregistrés. Si une société détient les mêmes actifs qu'une SPI, elle est assujettie à l'impôt sur l'ensemble de son revenu gagné. Par conséquent, toute distribution des flux de trésorerie de la société à une entité non imposable est versée déduction faite des impôts, puisque ces derniers sont déduits du revenu de la société avant le paiement des distributions à l'entité non imposable. En d'autres mots, une société verse un dividende à ses actionnaires à même son revenu après impôt. Les SPI ne paient pas d'impôts avant de verser leurs distributions aux investisseurs, de sorte que ces dernières se sont pas touchées par une charge fiscale directe ou indirecte.

Offre et demande de parts de SPI

Étant donné que les capitaux disponibles aux fins d'investissement sont limités et qu'il y a une multitude de véhicules offerts, l'augmentation de la demande pour un type de placement particulier entraîne logiquement une diminution correspondante de la demande pour une partie ou la totalité des autres types. Le secteur des SPI ne fait pas exception à la règle. Si les SPI deviennent soudainement moins attrayantes que d'autres véhicules de placement, ce secteur ne pourra vraisemblablement pas poursuivre son expansion. En présumant que les rendements (mesurés selon les distributions en espèces et les plus-values en capital) gagnés sur les parts de SPI reflètent toute l'information pertinente, il est possible de prévoir les tendances du rendement des SPI en fonction des prévisions établies à partir de cette information. C'est pourquoi il importe de tenir compte des facteurs influant sur le rendement des SPI (relativement à d'autres véhicules de placement).

Les parts de SPI, comme les obligations, ont traditionnellement servi de contrepoids convenable aux actions en déclin. Même si la corrélation n'est pas

[1] La déduction pour amortissement est l'équivalent fiscal de l'amortissement comptable. Aux termes des règles en vigueur, les immeubles, y compris les immeubles d'appartements, peuvent être amortis selon la méthode dégressive à un taux de 4 %. Toutefois, seulement la moitié de la DPA peut être réclamée au cours de l'année de l'acquisition.

parfaite, les SPI tendent à générer un bon rendement lorsque les marchés des actions sont en baisse.

Ainsi, les prévisions relatives aux marchés des actions seront très importantes pour anticiper la plus-value des parts de SPI (en présumant que les distributions restent constantes). Lorsque l'économie connaît une récession, les investisseurs délaissent les marchés des actions, et les marchés boursiers suivent une tendance à la baisse. D'autre part, à mesure que les taux d'intérêt chutent lors d'une récession, les obligations traditionnelles, qui donnent droit à un revenu fixe, deviennent plus attrayantes. Les rendements des SPI sont gelés aux termes de contrats de location. Quand les taux d'intérêt diminuent, les flux de trésorerie constants des SPI deviennent plus intéressants pour les investisseurs.

En outre, une des plus grandes qualités des SPI découle du fait que si les SPI génèrent un bon rendement lorsque les marchés des actions ralentissent, elles produisent également des résultats intéressants pendant les reprises. Les SPI ont la capacité de s'adapter à l'inflation au moyen de la hausse des loyers au fil du temps. Comparativement aux obligations assorties de coupons à taux fixe, les parts de SPI sont très attrayantes parce que les flux de trésorerie peuvent s'accroître pendant une période expansionniste. Étant donné qu'une inflation croissante entraîne une augmentation des taux d'intérêt, les distributions des SPI sont ajustées pour tenir compte des taux d'inflation et d'intérêt plus élevés, alors que les obligations et les titres hypothécaires (qui sont des contrats à long terme) ne peuvent s'adapter aussi rapidement. Dans un contexte où les taux d'intérêt grimpent rapidement, la croissance des marchés des actions tend à ralentir tôt ou tard, de sorte que les SPI redeviennent plus attrayantes pour les investisseurs. La seule explication supplémentaire de l'écart entre le rendement des parts de SPI et celui des titres hypothécaires semble être la réalisation d'un rendement additionnel en raison des risques inhérents à la gestion et de la possibilité d'une perte de principal due à un soutien inadéquat des actifs.

Étant donné que les SPI ont la capacité de geler leurs rendements tout en conservant la souplesse nécessaire pour accroître leurs revenus, sans égard à l'évolution des marchés des obligations et des actions, les SPI tendent à offrir un rendement stable aux investisseurs.

Comparaison des résultats des SPIA et des SPIAA aux États-Unis

Chaque catégorie de SPI (hôtels, bureaux, magasins de détail, appartements, etc.) a son propre profil de risques. Par exemple, les SPI qui investissent dans des hôtels tendent à prospérer pendant les périodes de croissance économique mais à péricliter au cours des récessions. Elles bénéficient d'une grande flexibilité en cas d'inflation croissante parce qu'elles peuvent réviser les tarifs plus rapidement que les autres SPI, mais elles sont aussi très vulnérables à une baisse du revenu disponible des particuliers. Les SPI qui investissent dans des immeubles de bureaux génèrent initialement de bons rendements au cours d'un ralentissement parce qu'elles ont la possibilité de geler les loyers en vertu de contrats à long terme. En revanche, elles ont plus de difficulté à faire face à une inflation croissante. Les SPI qui investissent dans des immeubles de magasins de détail et de bureaux sont plutôt illiquides parce que leurs propriétés sont plus difficiles à vendre que d'autres. Les immeubles d'appartements sont davantage liquides et peuvent être vendus ou achetés plus facilement.

Aux États-Unis, parmi les SPI, les SPIA ont un avenir particulièrement prometteur. Elles semblent générer de meilleurs résultats que tous les autres types de SPI, sans égard à la conjoncture économique, pour un certain nombre de raisons. Les immeubles d'appartements sont beaucoup plus faciles à vendre que d'autres types de propriétés. Leur coût d'acquisition de nouveaux locataires est inférieur à celui d'autres types de propriétés. Leurs améliorations locatives sont moins coûteuses que celles des immeubles de magasins de détail et de bureaux quand il s'agit d'accueillir de nouveaux locataires. Néanmoins, des études ont montré que les SPIA tendent à faire des acquisitions à des prix trop élevés, de sorte qu'il en découle une baisse du rendement des investissements pour les porteurs de parts.

L'autre avantage important dont semblent bénéficier les SPIA, par rapport aux autres SPI, est leur capacité de survivre à une récession et d'en sortir relativement indemnes. Les SPIA tendent à générer de bons rendements tant au cours d'un ralentissement que lors d'une expansion de l'économie. Pendant un ralentissement, bon nombre de gens, qui auraient pu acheter une maison individuelle, continuent de louer un logement en raison de l'incertitude concernant leurs finances personnelles. En outre, les taux d'intérêt tendent à chuter pendant une période de fléchissement, de sorte

que les frais de service de la dette d'une SPI diminuent. Durant un ralentissement, le rendement plus élevé des parts de SPI, comparativement à celui des obligations, attire des capitaux vers les SPI. Les SPI, en général, et les SPIA, en particulier, contrebalancent adéquatement le marché des actions.

Pendant les périodes d'expansion économique, les SPIA, compte tenu des baux relativement courts, peuvent tenir compte de l'inflation accélérée plus rapidement que les autres types de SPI pour établir leurs loyers. Les hausses des taux d'intérêt ne sont pas inquiétantes pour les SPIA. En fait, elles découragent les locataires d'acheter un logement et peuvent même donner lieu à une augmentation des loyers. Les restrictions stipulées dans les lois et les actes de fiducie sur l'endettement d'une SPI contribuent à maintenir les frais de service de la dette à un niveau raisonnable, même lorsque les taux d'intérêt augmentent.

En matière de financement par emprunt, les institutions de prêt ont une perception plus favorable des SPIA que des autres SPI. Étant donné que la valeur des propriétés appartenant aux SPIA tend à rester élevée, en raison de leur capacité de générer des flux de trésorerie constants, les SPIA ont de meilleures possibilités de financement à des taux moins élevés. Comparativement aux autres SPI, les SPIA semblent également avoir moins de difficulté avec les frais de service de la dette, ce qui accroît la certitude que les investisseurs recevront leurs distributions. Les banques sont moins préoccupées par la capacité des SPIA à rembourser leurs emprunts, étant donné que la perte d'un seul locataire a un impact moins important sur les flux de trésorerie d'une SPIA que sur ceux d'une SPI investissant dans des immeubles de bureaux. En fait, des études ont montré que les SPIA ont tendance à avoir un niveau d'endettement plus élevé (environ 8% de plus) que les autres SPI, ce qui peut accroître leur flexibilité si des occasions d'acquisition intéressantes se présentent.

Les SPIA ont commencé à se spécialiser selon des caractéristiques géographiques ou démographiques, ce qui permet aux investisseurs de tenir compte des risques dans la composition de leurs portefeuilles. Un grand nombre de SPIA ont décidé de mettre l'accent sur les secteurs à forte croissance assortis de facteurs démographiques favorables. Le vieillissement de la génération issue de l'explosion démographique devrait contribuer à la croissance des SPIA, puisque les problèmes découlant de l'entretien d'une maison encouragent les gens à opter pour la vie en appartement.

Les parts de SPIA ont certaines qualités qui en font des placements intéressants pour les investisseurs à la recherche d'autres valeurs à revenu fixe comme pour ceux désirant se couvrir contre les incidences économiques défavorables. Leur plus grande possibilité de financement (par rapport à celle disponible pour les autres types de SPI) et leur capacité de contrebalancer les ralentissements du cycle économique, tout en obtenant un rendement très supérieur pendant les reprises, en font une option d'investissement attrayante pour les investisseurs.

Résultats des recherches effectuées aux États-Unis. Dans le cadre de discussions avec des analystes travaillant aux États-Unis et au Canada et avec des participants du secteur américain des SPI et de recherches visant ces derniers, quelques caractéristiques du secteur américain des SPI ont été jugées très importantes pour proposer des changements concernant le secteur canadien. Les résultats les plus concluants sont présentés ci-dessous.

1. Les porteurs de parts américains considèrent celles-ci comme un substitut aux actions. En général, les SPI américaines ont adopté la forme juridique des sociétés. Ainsi, les investisseurs dans les SPI américaines sont prêts à soutenir les gestionnaires de SPI qui assument des risques plus grands.
2. La législation américaine est très favorable aux SPI. En autant que certaines conditions simples sont remplies, les SPI profitent de règles fiscales avantageuses.
3. Les SPI américaines exploitent des créneaux de marché très spécialisés. Elles sont de grande taille et misent sur une diversification géographique des risques. Les caractéristiques géographiques et démographiques aux États-Unis leur offrent une diversité de créneaux rentables aux fins de spécialisation.
4. Les SPI américaines ont accès à un marché des capitaux beaucoup plus important.
5. Les marchés financiers américains sont beaucoup plus expérimentés et réceptifs aux SPI en tant que véhicules de placement. Les particuliers et les institutions investissant dans les SPI constituent des clientèles ayant à peu près la même taille.

Résultats des recherches effectuées au Canada. Des discussions ont été tenues avec des analystes, des investisseurs institutionnels et des exploitants de SPI au Canada. Certaines caractéristiques des SPI canadiennes doivent être prises en considération pour proposer des changements visant à stimuler la croissance des SPI au Canada.

1. Les porteurs de parts canadiens considèrent celles-ci comme un substitut aux obligations. Ainsi, les investisseurs sont beaucoup moins disposés à permettre aux gestionnaires de SPI d'assumer des risques de développement et autres dans le cadre des activités exercées. En fait, on peut prétendre que le régime fiscal canadien empêche l'aménagement de nouvelles propriétés par les SPI.
2. Les SPI canadiennes sont toutes des fiducies et non des sociétés, de sorte qu'elles ne profitent pas de la protection de la responsabilité limitée et qu'elles ne peuvent faire d'acquisitions payées en actions.
3. En raison de leur lancement relativement récent au Canada, le marché canadien des capitaux n'est pas totalement familier ni à l'aise avec les SPI.
4. En raison des caractéristiques géographiques et démographiques du Canada, il est moins probable que les SPI canadiennes puissent exploiter des créneaux de marché aussi spécialisés et miser sur une diversification géographique aussi grande qu'aux États-Unis.

Facteurs de succès clés pour les SPI au Canada et aux États-Unis

Certains facteurs de succès clés ont été relevés à l'égard de **toutes les catégories de SPI au Canada**, notamment les suivants:

1. énoncé précis sur la stratégie et la classe d'actifs visées;
2. investissements dans des actifs de qualité supérieure selon la classe pertinente;
3. direction chevronnée (préférablement interne);
4. résultats d'exploitation antérieurs favorables;
5. bonnes perspectives de croissance des flux de trésorerie pour les propriétés détenues;
6. accès au capital à des conditions favorables;
7. distributions soutenables;
8. prix attrayants.

En outre, une liste des facteurs de succès clés a été préparée pour **toutes les catégories de SPI aux États-Unis.** Il importe de noter que ces facteurs dépendent de la taille de la SPI et qu'aucun d'entre eux n'est une variable indépendante et explicative du succès. La liste est la suivante :

1. forte capitalisation boursière;
2. direction expérimentée et compétente;
3. diversification géographique des risques;
4. accès aux marchés dont les barrières à l'entrée sont importantes;
5. faible niveau d'endettement;
6. actifs de qualité;
7. capacité de conserver les flux de trésorerie pour soutenir la croissance interne;
8. plus grande tolérance aux risques.

Dans le cas des **SPIA**, plusieurs critères additionnels doivent être satisfaits pour qu'une société soit l'une des meilleures de sa catégorie. Ces critères ont été établis en se fondant surtout sur le secteur américain des SPIA, en raison de la petite taille de l'échantillon (2) au Canada, et comprennent les suivants :

1. nombre élevé de propriétés situées dans des régions géographiquement dispersées et dont les taux d'inoccupation sont faibles;
2. niveau élevé de dépenses en immobilisations justifiant des loyers supérieurs;
3. propriétés situées dans des régions à taux d'emploi élevés;
4. accent mis sur les zones densément peuplées;
5. capacité d'acheter des propriétés à des prix inférieurs au coût de remplacement OU d'aménager des propriétés à des coûts inférieurs à ceux qui seraient exigés par des entrepreneurs externes.

Changements proposés concernant le marché canadien. Des changements ont été proposés et classés en vue de trouver des solutions aux restrictions touchant actuellement les SPI canadiennes, tout en essayant simultanément de soutenir la capacité des SPI canadiennes à se conformer aux facteurs de succès clés des meilleures entreprises. Les changements ont été définis, évalués puis classés individuellement en fonction de leur utilité pour répondre aux objectifs énoncés au début du sommaire. **Voici la liste des changements :**

1. permettre aux SPI d'adopter la forme juridique d'une société;
2. accorder aux SPI la protection de la responsabilité limitée;
3. permettre aux SPI d'acheter des propriétés en contrepartie de parts à imposition reportée;
4. modifier les dispositions fiscales;

5. préciser que le terme « amélioration » inclut l'aménagement;
6. accorder plus de latitude aux SPI concernant l'imposition de frais pour des services supplémentaires;
7. permettre aux SPI canadiennes d'accroître la part des investissements étrangers;
8. permettre à des SPI canadiennes et américaines d'établir des coentreprises;
9. permettre à des SPI américaines et à des investisseurs institutionnels canadiens d'établir des coentreprises;
10. permettre aux SPI américaines d'exercer des activités autonomes au Canada;
11. organiser une campagne de sensibilisation à l'intention des investisseurs particuliers sur les SPI;
12. préparer un acte de fiducie normalisé;
13. encourager la création d'un organisme national chargé de promouvoir les SPI;
14. offrir du capital de risque et du financement secondaire aux nouvelles SPI;
15. donner des garanties aux banques et aux autres institutions financières canadiennes afin que des prêts soient consentis aux SPI à des taux plus intéressants;
16. établir un régime de revenus garantis pour les nouveaux immeubles;
17. lancer un programme de subventions pour logement locatif.

À la lumière des changements proposés ci-dessus, il importe de se rendre compte que l'adoption de certains changements rendrait d'autres inutiles. Par exemple, la décision de permettre aux SPI canadiennes de se constituer en sociétés élimine le besoin d'accorder la protection de la responsabilité limitée.

En étudiant ces options, il est important de prendre note de certaines restrictions visant les SPI. En particulier, malgré qu'il soit possible de mettre en oeuvre des options qui réussiront probablement à favoriser l'essor du secteur canadien des SPIA, il faut se souvenir que les SPI auront peu de motivations à offrir des logements abordables aux Canadiens touchant un faible revenu à moins que ne soient adoptées les options 16 et 17.

Directeur de projet : Bruno Duhamel

Rapport de recherche : *Understanding the Relative Underdevelopment of REITs in Canada, 2002*

Consultant de recherche : David W. Conklin, Professor, Richard Ivey School of Business, The University of Western Ontario; Darroch A. Robertson, Professor, Richard Ivey School of Business, The University of Western Ontario; Darcy J.L. Jones, Research Associate, Richard Ivey School of Business, The University of Western Ontario

Recherche sur le logement à la SCHL

Aux termes de la partie IX de la *Loi nationale sur l'habitation*, le gouvernement du Canada verse des fonds à la SCHL afin de lui permettre de faire de la recherche sur les aspects socio-économiques et techniques du logement et des domaines connexes, et d'en publier et d'en diffuser les résultats.

Le présent feuillet documentaire fait partie d'une série visant à vous informer sur la nature et la portée du programme de recherche de la SCHL.

Pour consulter d'autres feuillets *Le Point en recherche* et pour prendre connaissance d'un large éventail de produits d'information, visitez notre site Web à

www.schl.ca

ou communiquez avec la

Société canadienne d'hypothèques et de logement
700, chemin de Montréal
Ottawa (Ontario)
K1A 0P7

Téléphone : 1 800 668-2642
Télécopieur : 1 800 245-9274

NOTRE ADRESSE SUR LE WEB : www.schl.ca

Bien que ce produit d'information se fonde sur les connaissances actuelles des experts en habitation, il n'a pour but que d'offrir des renseignements d'ordre général. Les lecteurs assument la responsabilité des mesures ou décisions prises sur la foi des renseignements contenus dans le présent ouvrage. Il revient aux lecteurs de consulter les ressources documentaires pertinentes et les spécialistes du domaine concerné afin de déterminer si, dans leur cas, les renseignements, les matériaux et les techniques sont sécuritaires et conviennent à leurs besoins. La SCHL se dégage de toute responsabilité relativement aux conséquences résultant de l'utilisation des renseignements, des matériaux et des techniques contenus dans le présent ouvrage.

61170